Valor Econômico 26/04/05

O enigma

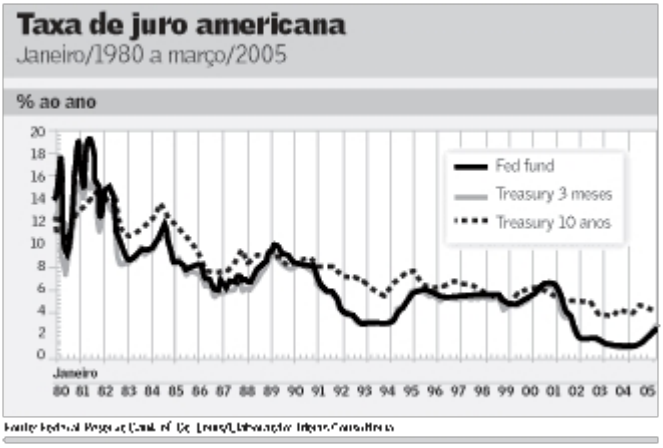
Colunista Antonio Delfim Neto

ANTONIO DELFIM NETTO

O gráfico abaixo ilustra o "conundrum", o enigma a que se referiu mestre Greenspan e que parece ser o "novo espectro" que ameaça o capitalismo!

Como vemos, as taxas de juros de longo prazo nos EUA já não respondem com a mesma agilidade anterior às variações das taxas de juros nominais de curto prazo e às variações do FED-Funds. Isso coloca dois problemas. O primeiro refere-se à transmissão da política monetária realizada pelos bancos centrais para controlar a inflação. O segundo é explicar quais as modificações havidas no mercado de títulos que reduziram a elasticidade da resposta dos juros dos papeis longos com relação às variações da taxa básica.

O sistema de metas inflacionárias é o arranjo institucional mais eficiente para coordenar as expectativas dos agentes quando os bancos centrais têm credibilidade. O seu funcionamento, entretanto, repousa exatamente na resposta da taxa de juro real de longo prazo às variações da taxa base, que é a única sobre a qual o banco central tem controle através das operações de mercado aberto. Por hipótese, a elevação da taxa de juro nominal de curto prazo eleva a taxa de juro real de longo prazo e esta, através de alguns mecanismos de transmissão (crédito, câmbio) reduz o nível de investimento e o nível de consumo. Corta-se, assim, a demanda final do setor privado, ajustando o ritmo de crescimento econômico à oferta global disponível, o que reduz a taxa de inflação.



Quando o banco central tem credibilidade, os agentes (trabalhadores e empresas) sabem que, se tentarem violar o "equilíbrio", ajustando sua remuneração (aumento salarial ou aumento de margem) acima da "expectativa de inflação" convencionada como "meta de inflação", serão duramente punidos pela política monetária. Juros elevados agressivamente produzirão a redução do ritmo de crescimento, a redução das margens de lucro e o aumento da taxa de

desemprego. É, portanto, "do interesse de todos" ajustarem-se à "meta inflacionária".

Cortar despesas é melhor que elevar juros

Essa estratégia expõe duas dificuldades: 1º) é preciso que os canais de transmissão de fato funcionem; e 2º) é preciso ter arte e engenho para não condicionar o sistema ou a "metas muito ambiciosas" ou a crenças metafísicas sobre a capacidade de produção da economia, o seu chamado "produto potencial". É aqui que se nota a diferença: os bancos centrais que têm credibilidade ajustam, cuidadosamente, a taxa de juro real de longo prazo à taxa de crescimento da produtividade da economia (a famosa taxa "neutra" de juro real a que se referia Wicksell no fim do século XIX). Os bancos centrais sem credibilidade tentam obtê-la com metas ambiciosas construindo artificialmente um "produto potencial" que exige taxas de juros reais superiores à "neutra", sacrificando a taxa de crescimento, o nível de emprego e exigindo maior esforço fiscal do Tesouro para pagar os juros da dívida pública.

É por isso que quando é preciso de fato reduzir a demanda é melhor fazê-lo pelo corte das despesas públicas em lugar de aumentar a taxa de juro real. Isso poupa o sistema produtivo e o exportador, cuja remuneração cai à medida que a maior taxa de juros tende a valorizar artificialmente a taxa de câmbio.

A observação do gráfico mostra que não é a primeira vez que mestre Greenspan enfrenta o "conundrum". O mesmo ocorreu (talvez em menor escala) entre 1991 e 1995, quando a economia americana registrou um baixo crescimento (2,5% ao ano), comparado com o período seguinte entre 1996 e 2000 (4,1% ao ano). Até agora, a resposta mais vigorosa foi a da taxa dos papéis de dois anos, que subiram 2% no último mês. Um olhar ligeiro sobre a taxa de inflação dos EUA nos últimos 15 anos mostra que ela flutuou entre 1% e 3%, com uma convergência para 2,5% ao ano, o que revela uma certa "hereditariedade" de comportamento, o que talvez torne a execução da política monetária mais simples.

Ainda não há uma explicação empírica convincente para o atual "conundrum", mas parece que pelo menos três efeitos de demanda são importantes: 1º) a ciranda entre déficits comerciais dos EUA e a aplicação de reservas dos bancos centrais asiáticos em papeis do Tesouro; 2º) as reformas previdenciárias em vários países, que implicam encontrar papéis seguros de longo prazo; e 3º) a arbitragem possibilitada pelo diferencial de juros de curto e longo prazo. Sem uma modificação nessas condições, é difícil esperar o "tsunami" da alta da taxa de juros dos papéis de dez anos do Tesouro americano.

Antonio Delfim Neto é professor emérito da FEA-USP e ex-ministro da Fazenda. Escreve às terças-feiras